

Rozdział I. Cele i źródła regulacji prawa rynku kapitałowego

§ 1. Cele regulacji

Przed rozpoczęciem poniższej części, zawierającej podstawę regulacji prawa rynku kapitałowego, zwrócić należy uwagę Czytelnika na pewne kwestie terminologiczne i praktyczne. Otóż, jakkolwiek w sferze terminologicznej i w ujęciu teoretycznoprawnym określenie „papier wartościowy” jest określeniem podrzędnym w stosunku do określenia instrument finansowy, to jednak w sferze praktycznej to papiery wartościowe, zwłaszcza zaś akcje i obligacje, są podstawowym przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym. Z tego też powodu Autorzy zrezygnowali z posługiwania się pojęciem instrumentu finansowego tam, gdzie nie jest to uzasadnione szczególną specyfiką tego instrumentu, a zwłaszcza tam, gdzie nie jest on papierem wartościowym.

Na rynku kapitałowym istnieją zagrożenia, które skłaniają ustawodawców, a zatem nie tylko ustawodawcę polskiego, do poddania tego rynku szczególnej regulacji prawnej. Regulacja ta ogranicza niewątpliwie swobodę obrotu; ograniczenia te wprowadzone są jednak celem ochrony interesów uczestników tego obrotu. Są to następujące zagrożenia:

- 1) **ryzyko nieuzyskania właściwej informacji w zakresie niezbędnym do podjęcia trafnej decyzji inwestycyjnej.** Sposobem uniknięcia tego ryzyka jest wprowadzenie przepisów kreujących i definiujących obowiązki publikacyjne, w szczególności (lecz nie wyłącznie) obowiązki emitentów papierów wartościowych. Celem ustawodawcy nie jest jedynie ograniczenie ryzyka inwestycyjnego, lecz głównie przedstawienie jego zakresu przyszłym i obecnym inwestorom;
- 2) **ryzyko utraty powierzonego kapitału.** Sposobem uniknięcia tego ryzyka są zarówno: nadzór państwowy, gwarancje praw kontrolnych i uprawnienia decyzyjne inwestorów, jak i zagwarantowanie prawidłowości procedur dopuszczania papierów wartościowych do obrotu na rynku kapitałowym, a w szczególności na rynku regulowanym;

- 3) **ryzyko niewłaściwego zarządzania powierzonym kapitałem** doprowadzające do strat lub braku oczekiwanych zysków oraz w końcu do utraty kapitału. Podobnie jak w przypadku ryzyka opisanego wyżej, istotne jest tu zagwarantowanie prawidłowości procedur dopuszczania podmiotów świadczących usługi w zakresie zarządzania powierzonym kapitałem do działalności na rynku kapitałowym, wprowadzenie i gwarantowanie praw kontrolnych i decyzyjnych inwestorów, jak również wprowadzenie zakazów związanych z tzw. *insider trading*;
 - 4) **ryzyko związane z narzucaniem inwestorowi przez inne podmioty uciążliwych warunków umownych**. To ostatnie ryzyko jest ryzykiem typowym dla całego obrotu gospodarczego – obrót instrumentami finansowymi na rynku kapitałowym ma jednak swoją specyfikę. Jedną z tendencji regulacyjnych, szczególnie silną w ostatnich latach, jest dążenie do unikania lub ograniczenia zjawiska tzw. *misselingu*, czyli proponowania inwestorom dokonywania lokat (inwestycji), które nie są dostosowane do ich indywidualnej sytuacji finansowej, potrzeb lub wieku.
- 2 Podstawowe założenia prawa rynku kapitałowego, przewidziane zarówno wprost w jego regulacjach, jak i w niepisanych zwyczajach, stwarzają specyficzną ochronę wynikającą z jego podstawowych, ustawowo i zwyczajowo zagwarantowanych zasad. Do zasad tych należą:
- 1) **zasada swobody przepływu kapitału** – kapitał powinien swobodnie przepływać do gałęzi gospodarki oferujących najbardziej korzystne warunki jego wykorzystania i akumulacji;
 - 2) **zasada swobody dostępu** (i odejścia) kapitałobiorców (inwestorów) do i z określonych inwestycji;
 - 3) **zasada minimalizacji kosztów i przeszkód transakcyjnych** (*de facto* prowadząca do unifikacji warunków prawnych transakcji).

Generalnie rzecz biorąc, celem regulacji jest przede wszystkim **ochrona tzw. drobnych inwestorów**, chociaż prawdopodobnie właściwszym będzie określenie „inwestorów nieprofesjonalistów”. Nie oznacza to oczywiście, aby regulacjom tym (również ochronnym) nie podlegali również inwestorzy profesjonalni, niejednokrotnie jednak ochrona profesjonalistów jest znacznie słabsza. Istotnym celem regulacji jest również, co szczególnie widoczne jest w prawie Unii Europejskiej, zapewnienie swobody przepływu kapitału i świadczenia usług w innym niż macierzysty kraj członkowski.

§ 2. Metoda regulacji

Zarówno regulacja obrotu instrumentami finansowymi, jak i regulacje dotyczące funduszy inwestycyjnych są niejednolite w tym sensie, że składają się na nie **normy o charakterze zarówno cywilnoprawnym, jak i administracyjnoprawnym**. Pewne znaczenie mają również **normy o charakterze prawnokarnym**. Stosunkowo nowym zjawiskiem, pozostającym jednak w sferze prawa administracyjnego, są tzw. **delikty administracyjne**, które niejednokrotnie zastępują wcześniejsze normy prawnokarne. W różny sposób uregulowano też wpływ norm administracyjnych w sferze prawa cywilnego.

I. Metoda cywilnoprawna

Metoda ta na rynku kapitałowym polega, generalnie rzecz biorąc, na:

- 1) tworzeniu zasad regulacji kontraktowych, w których **ryzyko ponoszone jest w znacznej mierze przez profesjonalistów** i nie jest ono przerzucane na drobnych inwestorów. Można to osiągnąć zarówno kształtując w określony sposób umowy cywilnoprawne funkcjonujące w obrocie na rynku kapitałowym, jak i w odpowiedni sposób kształtując ciężar dowodu (ułatwiając inwestorowi jego przeprowadzenie lub przerzucając jego ciężar na profesjonalistę). Przykładem jest tu np. domniemanie winy za podanie nieprawdziwej informacji w prospekcie;
- 2) wprowadzaniu cywilnoprawnych konsekwencji niedotrzymania obowiązków określonych w przepisach regulujących obrót na rynku kapitałowym, np. nieważności umów lub możliwości wycofania się ze skutków złożonego oświadczenia woli. Przykładem jest np. niemożliwość wykonywania prawa głosu z akcji nabytych z naruszeniem przepisów o nabywaniu znacznych pakietów akcji.

II. Metoda administracyjnoprawna

Założeniem regulacji administracyjnoprawnej jest **działanie państwa przy wykorzystaniu, jako instrumentarium podmiotowego, organów administracji publicznej, mające na celu ochronę i zabezpieczenie interesu publicznoprawnego**.

Podstawą kształtowania relacji prawnych jest pojęcie **stosunku administracyjnoprawnego**. W jego ramach można wyróżnić trzy elementy konstrukcyjne: **przedmiot, podmioty i układ relacji pomiędzy podmiotami w zakresie przedmiotu**.

Przedmiotem stosunku administracyjnoprawnego jest kształtowanie stosunków prawnych, dla których zakresem wyznaczającym jego ramy są normy administracyjnego prawa materialnego (treść przedmiotu). W tej sytuacji kształtować relacje pomiędzy podmiotami można tylko w zakresie umocowania ustawowego. Nie ma więc w tym przypadku zastosowania domniemanie – tak charakterystyczne dla prawa cywilnego, stanowiące, iż to, co nie jest zakazane, jest dozwolone.

Kolejną istotną cechą przedmiotu stosunku administracyjnoprawnego jest to, że podstawową metodą oddziaływania, na potrzeby tworzenia nowych stanów prawnych, jest wydawanie aktów administracyjnych (forma przedmiotu), takich jak: zezwolenia na działalność maklerską czy utworzenie funduszu inwestycyjnego.

Specyfiką **podmiotową stosunku administracyjnoprawnego** jest występowanie w ramach tego stosunku – zawsze, jako jednego z podmiotów – organu administracji publicznej, np. KNF, bądź – według ostatnich trendów polskiego prawa administracyjnego – podmiotów wykonujących funkcje organu administracji publicznej, np. GPW.

Charakterystyczna dla **układu relacji** pomiędzy podmiotami jest ich nierównorzędność. Organ administracji publicznej, realizując władztwo publiczne, usytuowany został jako posiadający silniejszą pozycję, mając możliwość kształtowania władczo i jednostronnie sytuacji prawnej podmiotu administrowanego (przy zachowaniu zasady podwójnej konkretności). Współistnieje to z działaniem organu administracji publicznej w postępowaniu administracyjnym o charakterze inkwizycyjnym, co wiąże się z faktem, że dopiero na etapie kontroli sądownoadministracyjnej (przed WSA) postępowanie przybiera kształt kontryktoryjny.

III. Metoda prawnokarna

- 6 Metoda prawnokarna polega w szczególności na:
- 1) stworzeniu charakterystycznego dla rynku kapitałowego katalogu działań, które obłożone są sankcją karną. W tym zakresie stworzony jest zatem odrębny od zapisanego w ustawie z 6.6.1997 r. – Kodeks karny¹ – **katalog przestępstw**;
 - 2) położeniu szczególnego nacisku na **wysokie kary pieniężne (grzywny)**, które mają szczególne znaczenie w przypadku przestępstw na rynku finansowym, a ich celem jest nie tylko prewencja ogólna i szczególna, lecz tak-

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1600 ze zm.

że – w pewnym stopniu – „redystrybucja” na rzecz Skarbu Państwa części lub całości zysków osiąganych przez osoby naruszające prawo. Konstatacja ta ma jednak charakter faktyczny, myśl ta („odbieranie zysków” za pomocą grzywien) nie jest bowiem wyrażona przez ustawodawcę *expressis verbis*, a polskie prawo nie zna konstrukcji uzależnienia wysokości grzywny od wartości osiągniętych korzyści, co jest – przynajmniej w zakresie rynku kapitałowego – ewidentnie wadą;

- 3) nadaniu znaczącej części przestępstw charakterystycznych dla rynku kapitałowego charakteru **przestępstw formalnych**, tj. przestępstw penalizowanych niezależnie od tego, czy inna osoba lub osoby poniosły szkodę. Jest to związane z trudnościami w identyfikacji poszkodowanego (mogą to być np. wszyscy pozostali inwestorzy) i określeniem wysokości szkody.

Podnieść przy tym należy, że w ostatnich latach nastąpiło zjawisko, które można określić jako dekryminalizację niektórych przestępstw i poddaniu ich jedynie sankcjom o charakterze administracyjnym. Dotyczy to np. niektórych przypadków tzw. manipulacji cenowej (por. rozdział VIII § 3 pkt II).

§ 3. Ewolucja prawa rynku kapitałowego

Ustrój, który panował w Polsce po II wojnie światowej, uniemożliwił funk- 7
cjonowanie giełdy papierów wartościowych, a co za tym idzie również i rynku kapitałowego, i to pomimo tego, że formalne uchylenie obowiązującego od 1924 r. rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 28.12.1924 r. o organizacji giełd¹ zostało dokonane dopiero dekretem z 21.9.1950 r. o Państwowej Inspekcji Handlowej². Powolny rozwój rynku kapitałowego, w formach początkowo bardzo odległych od obecnie funkcjonujących, rozpoczął się w okresie rodzącej się odwilży po wprowadzonym w 1981 r. stanie wojennym. Pierwszym takim sygnałem było uchwalenie rozporządzenia Rady Ministrów z 22.11.1985 r. w **sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe**³. Kolejnym krokiem było zastąpienie tego rozporządzenia ustawą z 27.9.1988 r. o **obligacjach**⁴. Jednak rzeczywisty rozwój rynku kapitałowego spowodowało sprzężenie rozwoju tego rynku z rozpoczęciem procesu prywatyzacji. W sferze regulacyjnej bezpośrednim motywem powstania regulacji rynku kapitałowego było uchwalenie 13.7.1990 r. **ustawy o prywatyzacji przed-**

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 1930 r. Nr 23, poz. 209 ze zm.

² Dz.U. Nr 44, poz. 396 ze zm.

³ Dz.U. Nr 55, poz. 280 ze zm.

⁴ Dz.U. Nr 34, poz. 254.

siębiorstw państwowych¹, która przewidywała jako jedną z dróg prywatyzacji tzw. prywatyzację kapitałową polegającą na sprzedaży akcji prywatyzowanych spółek w drodze publicznej oferty. Koniecznego instrumentarium do realizacji tej metody prywatyzacji dostarczyła ustawa z 22.3.1991 r. – **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych**² wraz z aktami wykonawczymi do tej ustawy. Ustawa ta była wielokrotnie zmieniana, przy czym historyczny jedynie walor informacji o poszczególnych zmianach skłania nas do rezygnacji ze szczegółowego ich opisu. Ze względu na odmienne zakresy regulacji ustawa ta w 1997 r. została „podzielona” na dwie odrębne, tj. ustawę z 21.8.1997 r. – **Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi**³ i **ustawę z 28.8.1997 r. o funduszach inwestycyjnych**⁴. Najistotniejsze zmiany obu ustaw były dokonane w 2000 r., a ich podstawowym celem było dostosowanie polskiego prawa do prawa Unii Europejskiej. Kolejnym etapem rozwoju prawa rynku kapitałowego były zmiany dokonane w 2004 r. Zmiany te w wymiarze legislacyjnym polegały na zastąpieniu poprzednio obowiązującej ustawy – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi trzema ustawami. Są to obowiązujące obecnie: ustawa z 29.7.2005 r. **o obrocie instrumentami finansowymi**⁵, ustawa z 29.7.2005 r. **o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych**⁶ i ustawa z 29.7.2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁷. Z kolei konsekwencją utworzenia 19.9.2006 r. – na mocy ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym⁸ – KNF było „dołączenie” do systemu podstawowych aktów prawnych wspomnianej już wyżej ustawy z 21.7.2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, jak i ustawy z 29.7.2005 r. o **nadzorze nad rynkiem kapitałowym**.

Ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym utworzyła KNF właściwą do nadzoru nad rynkiem finansowym, pośrednio definiując przy tym pojęcie rynku finansowego. Rynkiem finansowym jest w rozumieniu art. 1 ust. 2 NadzFinU rynek bankowy, rynek funduszy emerytalnych, rynek ubezpieczeniowy i rynek kapitałowy. Ustawa ta doprowadziła do likwidacji Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.

¹ Dz.U. Nr 51, poz. 298 ze zm.

² Tekst jedn. Dz.U. z 1994 r. Nr 58, poz. 239 ze zm.

³ Tekst jedn. Dz.U. z 2005 r. Nr 111, poz. 937 ze zm.

⁴ Tekst jedn. Dz.U. z 2002 r. Nr 49, poz. 448 ze zm.

⁵ Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 2286 ze zm.

⁶ Tekst jedn. Dz.U. z 2019 r. poz. 623.

⁷ Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1417 ze zm.

⁸ Tekst jedn. Dz.U. z 2019 r. poz. 298 ze zm.

Sama koncepcja podziału ustawy na trzy części, a zwłaszcza ujęcie w dwóch ustawach kwestii oferty publicznej i obrotu instrumentami finansowymi są dyskusyjne. Rozdzielenie to jest bowiem nieco sztuczne. Przykładowo, zawarte w ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych przepisy o nabywaniu znacznych pakietów akcji czy wskazane w niej obowiązki informacyjne emitentów stanowią przejaw stanów faktycznych odnoszących się do obrotu wtórnego. Jedynie generalizując zatem, można wskazać, iż ustawa ta zawiera normy związane z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego i z przeprowadzeniem oferty publicznej, kwestie obowiązków informacyjnych emitentów i przepisy odnoszące się do wezwań. Większość unormowań tej ustawy stanowi implementację prawa unijnego. Pozostałe regulacje poprzednio zawarte w Prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi zawiera ustawa o obrocie instrumentami finansowymi. Podobnie za dyskusyjne należy uznać unormowanie uprawnień nadzorczych w ustawie o nadzorze nad rynkiem finansowym i ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, tym bardziej że istotne uprawnienia nadzorcze KNF w odniesieniu do konkretnych grup podmiotów zawarte są dalej w ustawie o ofercie publicznej, ustawie o obrocie instrumentami finansowymi i ustawie o funduszach inwestycyjnych. Najważniejsze i najobszerniejsze regulacje dla prawa rynku kapitałowego znajdują się dalej w ustawie o ofercie publicznej i ustawie o obrocie instrumentami finansowymi. Przedstawiając klasyfikację **źródeł prawa rynku kapitałowego**, pominięto te przepisy, które w niewielkim zakresie odnoszą się do papierów wartościowych, które są lub być mogą przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Pominięto również te przepisy, które wobec systematyki tego opracowania są uwzględniane w innych rozdziałach (przykładowo przepisy odnoszące się do kreacji skarbowych papierów wartościowych i obrotu nimi). Podstawowymi aktami prawnymi są obecnie oczywiście trzy wyżej wskazane ustawy. Są one uzupełnione szeregiem regulacji podstawowych – rozporządzeń Rady Ministrów i Ministra Finansów.

§ 4. Źródła obowiązujących regulacji

I. Ustawy

Podstawowymi aktami prawnymi bezpośrednio regulującymi obrót na rynku kapitałowym są:

- 1) ustawa o obrocie instrumentami finansowymi;
- 2) ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych;

- 3) ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym;
- 4) ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym.

Szczególną rolę dla rynku kapitałowego odgrywają również:

- 1) ustawa o funduszach inwestycyjnych i zarządzaniu alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi¹;
- 2) ustawa z 15.1.2015 r. o obligacjach²;
- 3) ustawa z 15.9.2000 r. – Kodeks spółek handlowych³;
- 4) ustawa z 28.8.1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych⁴;
- 5) ustawa z 29.8.1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych⁵.

Wyżej podany katalog nie jest kompletny i zawiera regulacje o różnym poziomie ważności dla rynku kapitałowego. W powyższym wyliczeniu nie zawarto regulacji odnoszących się *explicite* do rynku bankowego i ubezpieczeniowego, pomimo ich ścisłego związku z prawem rynku kapitałowego – związku, który należałoby określić mianem przenikania się regulacji. W niniejszym podręczniku koncentrować się będziemy przede wszystkim na ustawach: o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i o funduszach inwestycyjnych, pozostałe ustawy omawiając jedynie w zakresie, w jakim pozostają w bezpośrednim związku z rynkiem kapitałowym. Warto przy tej okazji podkreślić, że istotna rola banków na rynku kapitałowym znajduje niewielkie odzwierciedlenie w przepisach prawa bankowego – zarówno ze względu na zawarcie stosownej materii prawnej w ustawie o obrocie instrumentami finansowymi, jak i ze względu na zaniedbania ustawodawcy (np. praktyczny brak implementacji tzw. dyrektywy MiFID I⁶ – do prawa bankowego).

¹ Do 4.5.2016 r. tytuł ustawy brzmiał „Ustawa o funduszach inwestycyjnych”. Tytuł został zmieniony w wyniku dostosowania ustawy do Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2011/61/UE z 8.6.2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) Nr 1060/2009 i (UE) Nr 1095/2010, (Dz.Urz. UE L Nr 174, s. 1 ze zm.).

² Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 483. Ustawa ta zastąpiła ustawę z 29.6.1995 r. o obligacjach.

³ Tekst jedn. Dz.U. z 2019 r. poz. 505 ze zm.

⁴ Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1906 ze zm.

⁵ Tekst jedn. Dz.U. z 2016 r. poz. 1771.

⁶ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21.4.2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG (Dz.Urz. UE L Nr 145, s. 1). Dyrektywa ta została zastąpiona Dyrektywą Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15.5.2014 r. w sprawie rynków finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE (Dz.Urz. UE L Nr 173, s. 349).

II. Akty wykonawcze

Ze względu na kryteria wyboru, omówione w punkcie poprzedzającym, 9 do źródeł prawa rynku kapitałowego zaliczamy przede wszystkim akty wykonawcze do ustaw: o obrocie instrumentami finansowymi, o ofercie publicznej i o funduszach inwestycyjnych. Ze względu na szczegółowe i techniczne regulacje zawarte w tych aktach zrezygnowaliśmy z prezentacji poszczególnych regulacji. Prezentacja ta dokonywała się częściowo, przy omawianiu poszczególnych zagadnień niniejszego podręcznika. Akty wykonawcze wymienione są w wykazie aktów prawnych.

III. Regulaminy

Charakterystyczną cechą regulacji publicznego obrotu jest, ze względu 10 na sposób organizacji rynku kapitałowego, znaczna rola regulacji kontraktowych, zwłaszcza przybierających postać regulaminów (tzw. *lex contractus*). Funkcja tych regulaminów wykracza jednak poza „klasyczną” rolę wzorca kontraktowego, stanowiącego z reguły przejaw dominacji jednej ze stron kontraktu (wzorzec umowny wykorzystywany przy umowach adhezyjnych). Wprawdzie ta ostatnia funkcja regulaminów znajduje zastosowanie do regulacji kontraktowych pomiędzy domami maklerskimi a ich klientami, jednak nie do końca już w przypadku instytucji organizujących obrót takich jak giełda i BondSpot S.A.¹ Regulaminy te cechują się tym, że:

- 1) są wydawane przez podmioty upoważnione przepisami prawa, będące jednak nie organami administracji, a spółkami prawa handlowego. Upoważnienie to nie zawsze ma walor normy generalnej, a z reguły ma charakter normy semiimperatywnej;
- 2) podlegają zatwierdzaniu, zarówno w całości, jak i w przypadku ich zmian przez KNF;
- 3) regulują relacje kontraktowe nie tylko między podmiotami, które je wydały, a ich kontrahentami, lecz także (a właściwie ujmując kryterium wagi zagadnienia od strony ekonomicznej – przede wszystkim) pomiędzy podmiotami, które zawierają kontrakty między sobą, przy pomocy jedynie wydającego regulamin (przykładowo – regulamin giełdy jest ważnym źródłem regulacji

¹ Spółka prowadząca rynek pozagiełdowy – tu utożsamiona z rynkiem pozagiełdowym. Dla porządku przypominamy, że spółka MTS-CeTO S.A. z dnia 18.9.2009 r. zmieniła nazwę na BondSpot S.A. Bondspot S.A. prowadzi również tzw. alternatywny system obrotu (ASO) dla mniejszych spółek akcyjnych, którym jest Catalyst (<https://gpwcatalyst.pl/>).

dla domów maklerskich zawierających transakcje między sobą, a nie z giełdą – chociaż oczywiście na podstawie umowy z giełdą).

- 11 Ponieważ podmioty poddane regulacjom regulaminowym działają jako pośrednicy na rynku finansowym, zmuszone są kształtować swoje z kolei regulacje kontraktowe (w tym regulaminy) ze swoimi klientami, tak aby były zgodne z regulaminami instytucji rozliczających i organizujących obrót. Regulaminy nie stanowią źródeł prawa w sensie formalnym. Pogląd odmienny byłby sprzeczny z przepisem art. 87 Konstytucji Rzeczypospolitej Polskiej z 2.4.1997 r.¹ Do najważniejszych, z punktu widzenia norm publicznego obrotu, regulaminów należą: Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych S.A. i Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A.

Przykładowo, regulamin giełdy wydawany jest na podstawie art. 28 ObrInFinU, który określa jego obligatoryjną treść. Artykuł 29 ObrInFinU wskazuje, że jego zmiany mogą być dokonywane jedynie po uprzednim ich zaaprobowaniu przez KNF, przez co należy rozumieć zmiany regulaminu w każdym zakresie – również np. przyjęcie nowego regulaminu. Wydaje się możliwe, nie pozostając w sprzeczności z przepisami Konstytucji RP, mówienie jedynie o *quasi*-normatywnym charakterze regulaminów. Ten *quasi*-normatywny charakter wynika z tego, że mają one charakter uniwersalny i stosuje się je do wszystkich kategorii uczestników obrotu. Ponadto zawierają one normy abstrakcyjno-generalne², a w każdym razie normy, które od strony legislacyjnej są w taki sposób sformułowane. Fakt, że ogólne warunki umów swoją moc wiążą czerpią z woli jednego podmiotu (przy zredukowanym uczestnictwie adherenta), nie oznacza jednak, że ta akceptacja ze strony ustawodawcy pozwala zaliczyć ogólne warunki umów do aktów prawotwórczych, przynajmniej w ich dotychczasowym rozumieniu.

Wspomnieć również można, że istnieją takie przejawy działania instytucji rynku kapitałowego, które wpływając w pośredni sposób na obrót na rynku, nie mogą być jednak uznane nawet za wzorce *quasi*-normatywne. Należą do nich – zbliżające się swoim znaczeniem prawnym do regulaminów – np. Szczegółowe Zasady Działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz niektóre uchwały zarządów (instytucje takie funkcjonują np. na GPW i w KDPW).

¹ Dz.U. Nr 78, poz. 483 ze sprost. i ze zm. Przepis ten stwierdza, że: „1. Źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są: Konstytucja, ustawy, ratyfikowane umowy międzynarodowe oraz rozporządzenia. 2. Źródłami powszechnie obowiązującego prawa Rzeczypospolitej Polskiej są na obszarze działania organów, które je ustanowiły, akty prawa miejscowego”.

² Por. F. Zoll, Glosa do post. SN (7) z 24.9.1993 r., III CZP 77/93, PiP 1995, z. 1.

IV. Regulacje Unii Europejskiej

Nie sposób zapomnieć oczywiście o tych regulacjach, które są wynikiem 12 implementacji prawa unijnego (dyrektywy) oraz jakie wynikają z prawa unijnego i obowiązują w sposób bezpośredni (w szczególności rozporządzenia). Kwestie te będą przedmiotem dalszej części wykładu. Pamiętać wszakże należy, że – co do zasady – w relacjach wertykalnych (Państwo – podmiot prawa) podmiot prawa może powoływać się na przepisy dyrektyw, nawet nieimplementowane – o ile można wywodzić z nich jasne normy prawne. Bardziej szczegółowy opis zawarty jest w rozdziale X.

Rozdział II. Podstawowe pojęcia i zasady prawa rynku kapitałowego

§ 1. Pojęcie oferty publicznej

- 13 Ustawa o ofercie publicznej, zgodnie ze swoją nazwą, za podstawowe pojęcie uznaje pojęcie oferty publicznej. Pomimo spotykanych jeszcze i oczywiście obecnych w starszych opracowaniach, nawiązań do funkcjonujących w ustawie z 21.8.1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi pojęć „publiczny obrót” i „papiery wartościowe w obrocie publicznym”, należy pamiętać, że terminy te mają obecnie znaczenie czysto historyczne. Wskazać tu należy, że termin „oferta publiczna” zawarty jest w art. 2 ust. 1 lit. d dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 4.11.2003 r. w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych i zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE¹.

Ustawa o ofercie publicznej wskazuje, że „ofertą publiczną jest udostępnianie co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych”.

Przepis ten jest efektem zmiany² dokonanej w poprzednio obowiązującej regulacji. Regulacja ta wskazywała na liczbę 100 potencjalnych oferentów, jak również określała ofertę publiczną jako ofertę odpłatną. Powodowało to konieczność wprowadzenia szerszej definicji, tj. tzw. proponowania nabycia papierów wartościowych, które mogło mieć również charakter nieodpłatny. W obecnej wersji oferta publiczna może mieć charakter zarówno oferty odpłatnej, jak i nieodpłatnej, co uczyniło zbędnym dodawanie definicji publicznego proponowania.

¹ Dz.Urz. UE L Nr 345, s. 64.

² Ustawa z 8.3.2013 r. o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. z 2013 r. poz. 433).

Zasadą jest dalej, że oferta publiczna może dokonywać się tylko po opublikowaniu i zatwierdzeniu prospektu emisyjnego. Pamiętać jednak należy, że od tej zasady istnieje szereg wyjątków, które będą omawiane w dalszej części podręcznika. 14

Dopełnieniem regulacji odnoszącej się do oferty publicznej jest art. 99 OfertaPublU nakładający sankcje karne za publiczną ofertę nabycia papierów wartościowych bez spełnienia wymogów ustawowych, w szczególności bez zatwierdzenia prospektu emisyjnego.

Oferta publiczna oznacza tylko propozycję sprzedaży, a nie oznacza propozycji nabycia (np. „kupię akcje”). W obecnym stanie prawnym każdy sposób proponowania spełniający definicję publicznej oferty wymaga spełnienia wymogów ustawowych. W szczególności spełnienia tych wymogów wymaga proponowanie nabycia papierów wartościowych za pomocą środków masowego przekazu. W przeciwieństwie do poprzedniego stanu prawnego dyskusyjne jest, czy podlega ograniczeniom ustawowym sytuacja, gdy proponowanie to dokonuje się w taki sposób, że oferta skierowana jest za pomocą środków masowego przekazu, ale do oznaczonych adresatów (np. zaproponowanie nabycia pięciu oznaczonym osobom za pomocą ogłoszenia w gazecie). Najprawdopodobniej, w określonych stanach faktycznych, gdyby działanie takie zmierzało do obejścia zakazów ustawowych (np. ogłoszenie skierowane do przysłowio- 15
wego Kowalskiego), podlegałoby również penalizacji.

Nie stanowi naruszenia powyższych zasad proponowanie nabycia lub zbycia papierów wartościowych już dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym i tych, których prospekt emisyjny był już zatwierdzony, jak również w przypadkach, gdy ustawodawca zniósł obowiązek przygotowywania i zatwierdzania prospektu emisyjnego. Skoro bowiem emitenci tych papierów wartościowych poddani są w pełni obowiązkowi informacyjnemu (lub nie muszą ich spełnić), przesłanka ochrony interesów inwestorów nie ma tu zastosowania.

Należy przy tym dodać, że oferowanie instrumentów finansowych dokonywane jest przez domy maklerskie. Zgodnie z art. 72 ObrInFinU przez oferowanie instrumentów finansowych rozumie się podejmowanie na rzecz emitenta papierów wartościowych, wystawcy instrumentu finansowego lub sprzedającego instrument finansowy czynności prowadzących do nabycia przez inne podmioty instrumentów finansowych. Oferowaniem jest jednak również prezentowanie, w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub sprzedającego, informacji o instrumentach finansowych i warunkach ich nabycia, stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych instrumentów lub pośredniczenie w zbywaniu instrumentów finansowych bądź też prezentowanie indywidualnie oznaczonym adresatom,

w dowolnej formie i w dowolny sposób, udostępnianych przez emitenta, wystawcę lub sprzedającego informacji w celu promowania, bezpośrednio lub pośrednio, nabycia instrumentów finansowych lub zachęcania, bezpośrednio lub pośrednio, do nabycia instrumentów finansowych. Oferowaniem przez domy maklerskie są zatem również czynności czysto informacyjne. A zatem ich wykonywanie – poza naturalnie emitentem jest zasadniczo przedmiotem czynności firm inwestycyjnych. Na marginesie – rodzi to pytania o możliwość i zakres prowadzenia akcji o charakterze promocyjno-reklamowym przez podmioty inne niż domy maklerskie.

Realizowana przez domy maklerskie czynność oferowania daje w praktyce możliwość realizacji oferty publicznej – jakkolwiek potencjalny inwestor może też zapoznać się z treścią prospektu emisyjnego danego emitenta na stronie internetowej tegoż. Jest to zatem czynność prawna lub faktyczna komplementarna wobec oferty publicznej.

Jednym z nowych zjawisk obrotu gospodarczego, które uzyskują istotne znaczenie na rynku kapitałowym, jest tzw. handel wysokich częstotliwości (*high frequency trading – hft*)¹. W największym skrócie polega on na tym, że system komputerowy działający z reguły w oparciu o samouczący się algorytm dokonuje dziesiątek (a czasem i setek) transakcji na rynku regulowanym. Szybkość i liczba dokonywanych transakcji w istocie wykluczają uczestnictwo człowieka w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Dodatkowo samouczące się algorytmy powodują, że człowiek w istocie nie panuje nad kierunkiem i sposobem zawierania transakcji. Istnienie i funkcjonowanie *hft*, jakkolwiek na razie nie na rynku polskim, wiąże się z szeregiem póki co nierozwiązanych problemów prawnych. Są to kwestie niejednokrotnie o charakterze fundamentalnym, np. czy w ogóle w przypadku *hft* zostało złożone oświadczenie woli i komu je można przypisać, kwestie odszkodowawcze związane z wadliwością oprogramowania, potencjalne kwestie związane z manipulacją cenową *etc.* Polski ustawodawca, w ślad za ustawodawcą unijnym, wprowadził regulacje ograniczające się do dosyć deklaracyjnych regulacji statuujących obowiązki informacyjne firm inwestycyjnych stosujących *hft*. W istocie podstawowe kwestie odnoszące się do *hft* pozostają nierozstrzygnięte. Ze względu na to, że *hft* nie jest jeszcze praktyką polskiego rynku kapitałowego Autorzy podjęli decyzję o zamieszczeniu w podręczniku jedynie wzmianki o tym zjawisku.

W ustawie o ofercie publicznej ustawodawca przewiduje wiele wyjątków, gdy dane działania nie wymagają zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Wyjątki te omówione będą w rozdziale IV.

¹ Por. A. Chłopecki, Ł. Malanowski, Handel algorytmiczny, Monitor Prawa Bankowego 2014, Nr 7–8.

§ 2. Zasada dematerializacji papierów wartościowych i dematerializacji obrotu papierami wartościowymi

Dematerializacja papieru wartościowego oznacza, że papier ten nie 16 występuje w postaci dokumentu, lecz jedynie w postaci zapisu w odpowiednim rejestrze.

Dematerializacja obrotu papierami wartościowymi oznacza, że transakcje prowadzące do nabycia lub zbycia papierów wartościowych nie wymagają przeniesienia posiadania dokumentów (papierów wartościowych).

Formalnie rzecz biorąc, dematerializacja obrotu papierami wartościowymi jest odstępstwem od reguł ustawy z 23.4.1964 r. – Kodeks cywilny¹, które do przeniesienia praw z papieru wartościowego wymagają wydania dokumentu (por. art. 921⁸, 921⁹ § 3 i art. 921¹² KC). Dematerializacja papierów wartościowych i dematerializacja obrotu papierami wartościowymi stanowią w systemie obrotu papierami wartościowymi dwie strony tego samego zjawiska, które jednak nie w każdej sytuacji muszą koegzystować ze sobą. Dematerializacja papieru wartościowego jest zawsze związana z dematerializacją obrotu papierami wartościowymi – odwrotna zależność nie musi jednak występować. Ta jednostronna zależność jest oczywista – w przypadku dematerializacji obrotu bez dematerializacji papieru wartościowego, papier ten może być przechowywany w dowolnym miejscu – jednak jego wydanie nie jest konieczne dla dokonania przeniesienia praw z papieru wartościowego. Tam, gdzie nawet potencjalnie wydanie dokumentu nie może być dokonane (gdy go po prostu nie ma w fizycznej postaci – gdy jest zdematerializowany), tam i obrót zdematerializowany jest koniecznością. Dematerializacja papieru wartościowego jest procesem, który może postępować stopniowo – poprzez zastosowanie instytucji odcinka zbiorowego i odcinka globalnego. Celem dematerializacji papierów wartościowych jest uniknięcie kosztownego procesu fizycznego wydawania papierów wartościowych, jak również uniknięcie ryzyk związanych z fizycznym ich przechowywaniem. Oczywiście uniknięcie jednego rodzaju ryzyk wiąże się z ryzykami innego rodzaju – np. polegającymi na możliwościach utraty zapisu komputerowego lub manipulacji takim zapisem. Koncepcja dematerializacji papierów wartościowych wiązała się ze stworzeniem takiego systemu, który zastąpiłby system materialnych papierów wartościowych w zakresie uzyskania funkcji legitymacyjnej dokumentu przez inny środek dowodowy. Tym innym środkiem dowodowym jest rachunek papierów wartościowych i doko-

¹ Tekst jedn. Dz.U. z 2018 r. poz. 1025 ze zm.

nywane na nim zapisy – a w pewnych wypadkach również świadectwo depozytowe. Należy przy tym dodać, że przepisy odnoszące się do dematerializacji stosuje się odpowiednio do innych niż papiery wartościowe instrumentów finansowych – np. praw pochodnych niebędących papierami wartościowymi. Odpowiedniość ta oznacza w praktyce stosowanie przepisów o rachunkach papierów wartościowych i innych powiązanych z nimi instrumentach księgowych – w stosunku do instrumentów, które co do zasady, nie mają (pierwotnie) formy dokumentu.

- 17 Najistotniejszą normę w zakresie przenoszenia praw z papierów wartościowych zawiera art. 7 ObrInFinU. Po pierwsze, przepis ten kreuje legitymacyjną funkcję zapisu na rachunku papierów wartościowych, wskazując, że **prawa z papieru wartościowego powstają z chwilą dokonania zapisu na rachunku** – o ile zapis ten dokonywany jest pierwszy raz. Przy okazji wskazać należy na znaczenie sformułowania „prawa z papierów wartościowych”, które to sformułowanie jest w istocie rzeczy równoważne z określeniem „papier wartościowy”, odnosi się wszakże do takiego rodzaju papieru wartościowego, który nie funkcjonuje w postaci dokumentu. **Wyrazem egzystencji papieru wartościowego jest zatem jedynie zapis na rachunku papierów wartościowych.** Wskazać należy, że zapis na rachunku papierów wartościowych w sensie faktycznym dokonywany jest z reguły (zwłaszcza w przypadku akcji nowej emisji) przed uzyskaniem przez niego (zapis) znaczenia prawnego. Wynika to z przepisu art. 4 ust. 2 ObrInFinU, który wskazuje, że za rachunki papierów wartościowych uważane są rejestry prowadzone przez dom maklerski w przypadku pierwszej oferty publicznej lub obrotu pierwotnego. W przypadku obrotu pierwotnego akcja powstaje z chwilą dokonania rejestracji podwyższenia kapitału akcyjnego spółki – ściśle rzecz biorąc, zapis uzyskuje znaczenie prawne kreujące papier wartościowy. Twierdzenie, że zapis na rachunku papierów wartościowych ma funkcję legitymacyjną, musi być jednak traktowany z dużą ostrożnością, ze względu na istotne ograniczenia tej funkcji. Zapis na rachunku może bowiem pełnić funkcję legitymacyjną jedynie pośrednio, a ściśle rzecz biorąc – przez pośrednika, jakim jest dom maklerski. Jedynie ten pośrednik ma bowiem bezpośredni wgląd w system komputerowy lub inny system dokumentujący stan posiadania papierów wartościowych. Dodać również należy, że wyżej opisanego zapisu nie należy traktować jako tzw. dokumentu elektronicznego. Przykładowo zapis taki nie zawiera żadnych elementów treści akcji, w rozumieniu przepisów Kodeksu spółek handlowych, lecz jedynie wskazuje, że „X jest uprawniony ze 100 akcji spółki Y”.

Podstawowym wyrazem dematerializacji obrotu jest norma zawarta w art. 7 ust. 2 ObrInFinU, stanowiąca, iż **umowa zobowiązująca do przeniesienia zde-**

materializowanych papierów wartościowych przenosi te papiery z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na rachunku papierów wartościowych.

Procedura dematerializacji papierów wartościowych, które zostały 18 dopuszczone do publicznego obrotu, lecz były przedtem wyemitowane w formie dokumentów, ma na celu eliminację znaczenia prawnego wydanych przedtem dokumentów i zastąpienie ich zapisami księgowymi. Procedura dematerializacji papierów wartościowych ma następujący kształt (por. art. 6 ObrInFinU): po pierwsze, dom maklerski (lub KDPW) zobligowany jest do zebrania od posiadaczy papierów wartościowych dokumentów i do utworzenia rejestru wskazującego, kto i z jakiej liczby papierów wartościowych jest uprawniony. Zebranie tych papierów wartościowych zasadniczo powinno nastąpić przed wydaniem przez KNF decyzji o zatwierdzeniu prospektu emisyjnego – wynika to z faktu, że liczba akcji będących przedmiotem dopuszczenia do publicznego obrotu powinna być zawarta w tej decyzji. Sporządzone przez dom maklerski rejestry osób uprawnionych, po wydaniu decyzji administracyjnej uzyskują walor rachunków papierów wartościowych. W przypadku np. nowych akcji emitowanych przez spółkę publiczną są one od początku zdematerializowane i nie istnieje potrzeba ich dematerializacji w trybie opisanym powyżej.

Do zagadnień spornych należy, czy dematerializacja dokonywana w tym trybie może być dokonywana niejako przymusowo – np. dotyczyć akcjonariuszy, którzy nie złożyli akcji. W braku stosownych norm należy uznać, że nie można zmusić akcjonariuszy do wydania ich akcji. Częstsze niż niechęć wobec procesu dematerializacji i w konsekwencji – upublicznienia spółki są jednak po prostu zjawiska polegające na nieświadomości, iż proces ten zachodzi. W praktyce stosuje się zatem w takich przypadkach np. metodę polegającą na zmianie treści akcji i wydaniu nowych, które oczywiście podlegałyby wydaniu tylko na wyraźne żądanie akcjonariusza. Jeszcze częstszym sposobem, zwłaszcza w wyniku komercjalizacji spółki, jest (pomijając oczywiście konstrukcję opartą na księdze akcyjnej) pozostawienie akcji dokumentowych w depozycie domu maklerskiego i oparcie przenoszenia prawa na koncepcji tzw. „konstrukcyjnego przenoszenia posiadania”. Koncepcja ta bazuje na przepisie art. 921¹² i 350 KC. Zgodnie z tym ostatnim przepisem, jeżeli rzecz znajduje się w posiadaniu zależnym albo w dzierżeniu osoby trzeciej, przeniesienie posiadania samoistnego następuje przez umowę między stronami i przez zawiadomienie posiadacza zależnego albo dzierżyciela. Zawarcie umowy i poinformowanie domu maklerskiego powoduje zatem przeniesienie praw z dokumentowych akcji na okaziciela, przechowywanych w tym domu maklerskim¹.

¹ Możliwość taką zaakceptował SN w wyr. z 3.6.2015 r. (V CSK 566/14, OSNC 2016, Nr 5, poz. 64), jakkolwiek należy zwrócić uwagę, że pogląd ten jest w doktrynie zarówno aprobowany jak i krytykowany.

Zalety dematerializacji papierów wartościowych są następujące:

- 1) **obniżenie kosztów** – zarówno tworzenie, przechowywanie, jak i przenoszenie danych elektronicznych jest już obecnie znacznie tańsze od dokonywania tych samych operacji przy użyciu nośników papierowych;
- 2) **bezpieczeństwo** – istnieje zarówno teoretyczna, jak i praktyczna możliwość utraty danych przechowywanych w systemie komputerowym, jednak istnieją również przekonywające metody zabezpieczenia i powielania tych danych. Mimo wszystko klasyczny papier wartościowy istnieje zasadniczo w jednym, łatwo zniszczalnym egzemplarzu – zabezpieczenie danych może zaś następować przez ich powielanie i inne systemy zabezpieczeń (zabezpieczeń dostępu, zabezpieczeń zmiany danych itd.);
- 3) **łatwość przenoszenia praw** – na pozór, stwierdzenie o łatwości przenoszenia praw wydaje się być błędne – zamiast prostego przekazania z ręki do ręki trzeba angażować cały zespół ludzi i urządzeń technicznych w celu dokonania zapisów w systemie komputerowym. Zwróćmy jednak uwagę, że transakcja tzw. prywatna, między dwiema osobami fizycznymi, stanowi jedynie zupełnie marginalną część transakcji dokonywanych na rynku papierów wartościowych. Zasadniczo większa część obrotu dokonuje się na rynku regulowanym;
- 4) **kontrola** – niedocenianym i niedostrzeganym elementem był dotychczas element kontrolno-fiskalny. System depozytowy pozwala na praktyczną możliwość pełnego ujawniania faktu zawarcia określonych transakcji, co ma znaczenie zarówno dla organów nadzorczych, jak i dla organów fiskalnych. W praktyce nie można stwierdzić, czy doszło do zawarcia transakcji, np. gdy zbywca i nabywcy „po cichu” przekazali sobie papier wartościowy na okaziciela w formie materialnej. Zbywca i nabywca nie mają jednak szansy ukrycia zawartej transakcji, jeżeli została ona ujawniona na ich rachunkach papierów wartościowych.

W tym miejscu wskazać należy, że jakkolwiek autorzy uważają dematerializację papierów wartościowych za podstawową zasadę rynku kapitałowego, to w ujęciu teoretycznoprawnym (zgodnie z art. 5 ust. 3 ObrInFinU) papiery wartościowe, które nie będą przedmiotem obrotu na rynku regulowanym lub będą przedmiotem obrotu wyłącznie w tzw. alternatywnym systemie obrotu, nie muszą być zdematerializowane i mogą funkcjonować w postaci dokumentu. W praktyce zalety dematerializacji są na tyle duże, że (w chwili pisania tego podręcznika) nie funkcjonują w postaci materialnej papiery wartościowe, które były przedmiotem oferty publicznej lub obrotu na rynku alternatywnym. Wskazać też należy, że – zgodnie z przepisem art. 8 ObrInFinU – przepisy odnoszące się do dematerializacji stosuje się odpowiednio do innych instrumentów finan-

sowych niebędących papierami wartościowymi będących przedmiotem obrotu zorganizowanego. W tym przypadku nie oznacza to jednak ich dematerializacji, lecz tylko zastosowanie do nich metodologii obrotu i sposobu kreacji praw opisanych w art. 7 ObrInFinU. Pamiętać należy, że od zasady „związania uprawnień z papierów wartościowych z posiadaniem rachunku papierów wartościowych” istnieje szereg wyjątków. Wynikają one zarówno z obowiązujących regulacji ustawy o obrocie instrumentami finansowymi (tzw. rachunek zbiorczy – *omnibus account*, omówiony w dalszej części podręcznika), jak i np. regulacje prawa rodzinnego. W tym ostatnim przypadku akcje zapisane na rachunku jednego z małżonków mogą być przedmiotem wspólności łącznej.

§ 3. Zasada przymusowego pośrednictwa firm inwestycyjnych na rynku giełdowym

Przymusowe pośrednictwo domów maklerskich wynika z przepisu art. 31 19 ObrInFinU. Przez określenie „dom maklerski” rozumieć należy nie tylko domy maklerskie *sensu stricto*, lecz także inne podmioty uprawnione do prowadzenia działalności maklerskiej (firmy inwestycyjne), czy też banki prowadzące działalność maklerską i zagraniczne firmy inwestycyjne (jak również w pewnych sytuacjach inne podmioty – w szczególności Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.). Należy wskazać, że w podręczniku będziemy zamiennie stosowali określenia firma inwestycyjna lub dom maklerski (z przewagą tego ostatniego terminu), chyba że ze względów merytorycznych nie jest to uzasadnione. W języku prawniczym i „środowiskowym” mówi się bowiem zasadniczo o domach maklerskich, które stanowią większość podmiotów obsługujących inwestorów. Naturalnie, w sensie formalnym nie jest domem maklerskim bank prowadzący działalność maklerską lub zagraniczna firma inwestycyjna, te niuanse będą jednak przedstawione Czytelnikowi w odniesieniu do konkretnych stanów faktycznych i prawnych.

Zasada przymusowego pośrednictwa domów maklerskich oznacza, że nabywanie lub zbywanie papierów wartościowych na rynku giełdowym może dokonywać się (z wyjątkami ustawowymi) wyłącznie w drodze transakcji dokonanej między domami maklerskimi.

Zgodnie z treścią art. 31 ObrInFinU, stronami transakcji zawieranych na rynku giełdowym mogą być wyłącznie firmy inwestycyjne, zagraniczne firmy inwestycyjne nieprowadzące działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, a w przypadkach wskazanych w ustawie – również KDPW i spółka prowadząca izbę rozliczeniową. Zasady te w ujęciu praktycz-